

医药	收盘价 港元 3.11	目标价 港元 3.75个	潜在涨幅 +20.7%
----	----------------	-----------------	----------------

2025 年 4 月 1 日

锦欣生殖 (1951 HK)

业绩符合预期，政策红利+海外业务驱动长期成长确定性，上调目标价

尽管公司短期业绩有一定波动，但我们坚定看好国内外生育政策对生育意愿的支持力度，辅助生殖需求长期增长动能充足，公司作为中国内地行业龙头持续受益确定性强，同时美国、东南亚等海外市场稳步扩张。上调目标价。

④ **2024 年业绩符合预期，海外表现优异：**公司 2024 年收入和经调整净利润同比分别增 1%/降 12%，基本符合我们的预期。正如我们**此前报告**中所述，部分辅助生殖项目纳入医保对公司业务有一定冲击。例如，成都业务的周期数减少 13%，主要由于部分辅助生殖服务项目于 2024 年 11 月起纳入医保报销范围，导致患者年内推迟就诊等待医保覆盖；但由于妇产科和高端医疗服务需求增加带动 ASP 提升，年内收入有小幅增长。孵化机构中，武汉周期数增长 40%，云南剔除装修影响后基本持平。海外业务在各地区中表现最稳健，收入和周期数分别增长 6%/18%；截至 2024 年末，美国 HRC 医生团队达到 23 人，到 2027 年有望再扩张至 40 人，为美国周期数长期增长不断注入新动力。随着老挝机构的启动、战略投资印尼 Morula，公司未来瞄准人口基数巨大、成长潜力可观的东南亚市场。

④ **政策红利逐步落地：**呼和浩特近期发布育儿补贴实施细则，将生育一/二/三孩家庭补贴额度分别提高至 1/5/10 万元（**报告**）。从单一医保补贴到大力度的综合性生育补贴，我们预计更多地区（尤其是人口净流出较大的地区）将效仿、推出更多生育配套措施。在美国，特朗普政府下生育福利政策也进入扩张期，已有 21 个州签署 IVF 的强制医疗保险计划，企业覆盖面有所扩大，未来美国商保市场有望持续提高对辅助生殖项目的支持。

④ **上调目标价：**我们对于 2026 年及长期业绩有更乐观的预期，后续催化剂主要来自：1) 鼓励生育政策带来的周期数增长红利；2) 深圳新大楼搬迁完成后产能扩大；3) 孵化机构业务步入正轨并有望短期内实现盈亏平衡；4) 海外方面，美国业务稳步放量，东南亚持续扩张。上调目标价至 3.75 港元，维持**买入**评级，重点催化剂包括各地生育利好政策的持续落地，以及美元银团贷款续期（预计 2025 年 5-6 月）完成后分红、回购等现金回报提升。

盈利预测变动

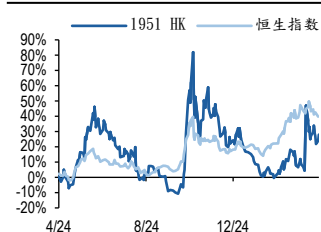
百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	3,197	3,212	0%	3,612	3,504	3%	4,031		
毛利润	1,311	1,334	-2%	1,517	1,482	2%	1,733		
毛利率	41.0%	41.5%	-0.5ppt	42.0%	42.3%	-0.3ppt	43.0%		
经调整归母净利润	532	518	3%	612	563	9%	693		
经调整净利率	16.6%	16.1%	0.5ppt	16.9%	16.1%	0.9ppt	17.2%		

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	4.42
52周低位 (港元)	2.17
市值 (百万港元)	8,561.89
日均成交量 (百万)	104.29
年初至今变化 (%)	15.61
200天平均价 (港元)	2.95

资料来源：FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

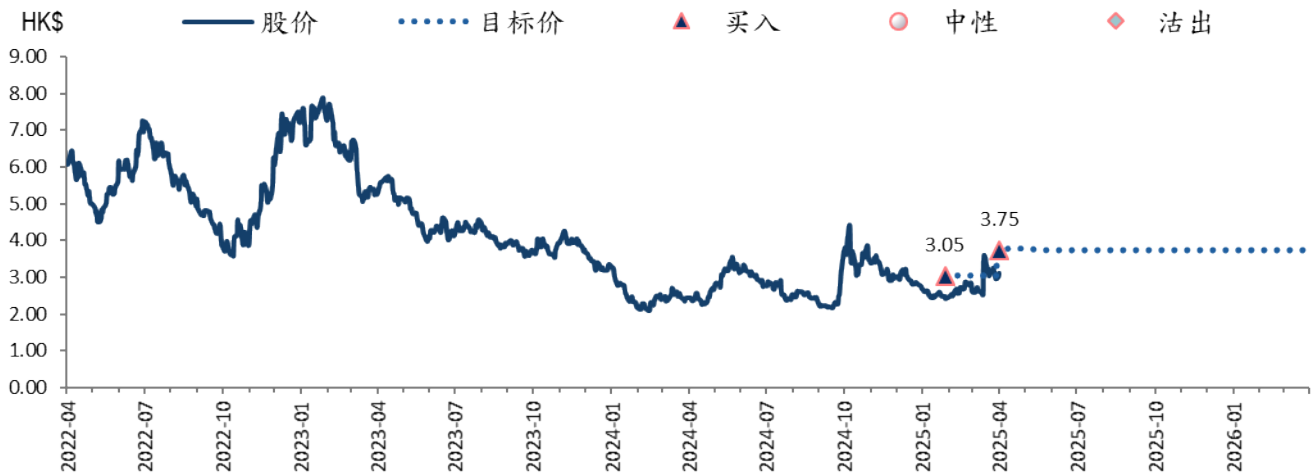
Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

图表 1: 锦欣生殖：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E																				
收入	3,197	3,612	4,031	4,413	4,714	5,029	5,315	5,589	5,879																				
EBIT	585	715	859	997	1,103	1,217	1,329	1,431	1,529																				
EBIT * (1-t)	439	536	644	748	827	913	997	1,073	1,146																				
加：折旧摊销	267	302	319	337	355	373	393	414	435																				
减: 营运资金增加/（减少）	81	-44	-52	-65	-70	-73	-75	-81	-87																				
减: 资本开支	-224	-235	-242	-254	-259	-264	-279	-293	-309																				
自由现金流	563	560	669	766	853	950	1,036	1,113	1,185																				
永续增长率	2%	<table><tr><th colspan="2">WACC</th></tr><tr><td>无风险利率</td><td>4.0%</td></tr><tr><td>市场风险溢价</td><td>7.0%</td></tr><tr><td>贝塔</td><td>1.4</td></tr><tr><td>股权成本</td><td>13.8%</td></tr><tr><td>税前债务成本</td><td>5.0%</td></tr><tr><td>税后债务成本</td><td>4.3%</td></tr><tr><td>预期债权比例</td><td>30.0%</td></tr><tr><td>有效税率</td><td>15.0%</td></tr><tr><td>WACC</td><td>10.9%</td></tr></table>								WACC		无风险利率	4.0%	市场风险溢价	7.0%	贝塔	1.4	股权成本	13.8%	税前债务成本	5.0%	税后债务成本	4.3%	预期债权比例	30.0%	有效税率	15.0%	WACC	10.9%
WACC																													
无风险利率	4.0%																												
市场风险溢价	7.0%																												
贝塔	1.4																												
股权成本	13.8%																												
税前债务成本	5.0%																												
税后债务成本	4.3%																												
预期债权比例	30.0%																												
有效税率	15.0%																												
WACC	10.9%																												
自由现金流现值	4,912																												
终值现值	5,900																												
企业价值	10,812																												
净现金	-1,383																												
少数股东权益	(65)																												
股权价值（百万人民币）	9,364																												
股权价值（百万港元）	10,300																												
股份数量（百万）	2,745																												
每股价值（港元）	3.75																												

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 锦欣生殖(1951 HK)目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9926 HK	康方生物	买入	86.00	92.00	7.0%	2025 年 03 月 31 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	26.15	35.20	34.6%	2025 年 03 月 28 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	54.45	65.00	19.4%	2025 年 03 月 27 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	46.65	57.00	22.2%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.68	6.60	79.4%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	33.93	72.00	112.2%	2025 年 03 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	171.30	208.80	21.9%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	26.10	44.00	68.6%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	48.85	60.00	22.8%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.78	28.75	125.0%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	8.56	5.00	-41.6%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	46.00	51.00	10.9%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	26.80	25.00	-6.7%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.78	18.00	21.8%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	73.50	93.30	26.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	60.99	33.10	-45.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	8.25	11.20	35.7%	2025 年 03 月 25 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	24.45	24.60	0.6%	2025 年 03 月 24 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	35.45	42.50	19.9%	2024 年 08 月 30 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.86	4.80	24.4%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.80	14.00	79.5%	2024 年 04 月 01 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	51.80	51.00	-1.6%	2025 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	5.48	5.80	5.8%	2024 年 11 月 18 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.11	3.75	20.7%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	33.25	42.00	26.3%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 4 月 1 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,789	2,812	3,197	3,612	4,031
主营业务成本	(1,613)	(1,712)	(1,886)	(2,095)	(2,297)
毛利	1,175	1,099	1,311	1,517	1,733
销售及管理费用	(673)	(633)	(698)	(770)	(839)
研发费用	(17)	(25)	(28)	(32)	(35)
经营利润	485	442	585	715	859
财务成本净额	(80)	(57)	(57)	(57)	(57)
其他非经营净收入/费用	63	8	15	15	14
税前利润	469	392	543	673	815
税费	(117)	(118)	(136)	(168)	(204)
非控股权益	(2)	10	14	18	22
净利润	349	283	422	522	633
作每股收益计算的净利润	349	283	422	522	633

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	624	546	887	1,154	1,451
应收账款及票据	169	322	236	287	342
存货	62	51	93	115	138
其他流动资产	486	171	171	171	171
总流动资产	1,342	1,090	1,387	1,726	2,103
物业、厂房及设备	2,595	2,812	2,796	2,755	2,705
无形资产	4,195	4,168	4,141	4,114	4,087
其他长期资产	6,763	6,912	6,912	6,912	6,912
总长期资产	13,554	13,892	13,848	13,781	13,704
总资产	14,896	14,982	15,236	15,507	15,807
短期贷款	748	1,278	1,278	1,278	1,278
应付账款	805	738	775	804	831
其他短期负债	137	104	104	104	104
总流动负债	1,690	2,119	2,157	2,185	2,213
长期贷款	1,380	993	993	993	993
其他长期负债	1,640	1,516	1,516	1,516	1,516
总长期负债	3,020	2,508	2,508	2,508	2,508
总负债	4,709	4,628	4,665	4,693	4,721
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	10,091	10,274	10,505	10,766	11,060
股东权益	10,091	10,274	10,505	10,766	11,060
非控股权益	95	80	65	48	26
总权益	10,187	10,354	10,571	10,814	11,086

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	464	392	543	673	815
折旧及摊销	286	282	267	302	319
营运资本变动	(0)	(248)	81	(44)	(52)
利息调整	59	(54)	57	57	57
税费	(162)	(118)	(136)	(168)	(204)
其他经营活动现金流	38	377	(57)	(57)	(57)
经营活动现金流	684	629	756	763	879
资本开支	(174)	(225)	(224)	(235)	(242)
其他投资活动现金流	(201)	(68)	0	0	0
投资活动现金流	(375)	(293)	(224)	(235)	(242)
负债净变动	(3)	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(13)	(127)	(191)	(261)	(339)
其他融资活动现金流	(934)	(331)	0	0	0
融资活动现金流	(950)	(458)	(191)	(261)	(339)
年初现金	1,317	691	546	887	1,154
年末现金	624	546	887	1,154	1,451

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.128	0.106	0.154	0.190	0.231
全面摊薄每股收益	0.128	0.104	0.154	0.190	0.231
每股股息	0.057	0.046	0.069	0.095	0.000
每股账面值	3.689	3.833	3.828	3.923	4.029
利润率分析(%)					
毛利率	42.1	39.1	41.0	42.0	43.0
EBITDA利润率	25.3	26.0	27.1	28.6	29.6
净利率	12.5	10.1	13.2	14.5	15.7
盈利能力(%)					
ROA	2.3	1.9	2.8	3.4	4.0
ROE	3.4	2.7	4.0	4.8	5.7
ROIC	2.8	2.2	3.3	4.0	4.7
其他					
净负债权益比(%)	14.8	16.6	13.1	10.3	7.4
流动比率	0.8	0.5	0.6	0.8	1.0
存货周转天数	22.8	22.8	20.3	18.3	16.6
应收账款周转天数	14.6	14.6	13.5	12.6	11.8
应付账款周转天数	2.4	2.3	2.4	2.6	2.8

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 4 月 1 日

锦欣生殖 (1951 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。